

# 東大指数で見える物価動向 デフレ脱却に残された課題

消費者物価の動向に、かつてなく注目が集まっている。日本銀行は来年中に2%の物価目標達成が可能と自信を深めているが、市場では懐疑的な見方も根強い。果たして物価は今後、安定的に上昇していくのか。

## 昨

年4月4日に日本銀行による異次元の金融緩和が始まって以降、物価は改善傾向にある。消費者物価指数（生鮮食品を除く）で見ると、昨年4月の時点では前年比▲0.4%とマイナスであったが、5月以降プラスとなり、秋からは1%を超えて推移している（図1参照）。筆者が明治大学の渡辺広太氏と共同で開発した「東大日次物価指数」で見ても、改善傾向は顕著だ。これは約300店舗のスーパーのPOSデータを基に算出したもので、消費者の実感により近い物価動向をリアルタイムで把握できる。4月の消費税引き上げ前後の動きをこの東大指数で見ると、3月

後半には消費税引き上げ前の駆け込み需要を獲得するために特売が頻繁に行われ、前年比マイナスが拡大。しかし消費税引き上げ後は一転して大幅なプラスとなった。特に4月第1週は、前年比が税抜き価格で+0.8%、税込み価格で+3.7%の大幅上昇で、消費税増税分が完全に転嫁されたのみならず、それ以上の価格引き上げが行われたことが確認された。消費税引き上げに伴い、各店舗が互いに牽制し合うことなく一斉に値上げに踏み切ったと考えられる。4月第2週以降、伸びは小さくなったものの、4月の月中の前年比は税抜き価格で+0.1%、税込み価格で+3.0%となった。

5月末に公表された消費者物価指数（4月分）でも、消費税増税分以上に価格が上昇したことが確認されている。スペインなどでは日本と同様に財政悪化に苦しんでおり、付加価値税の引き上げが行われているが、需要の弱さから価格転嫁ができていないといわれている。それと比べると、日本は消費税増税を乗り越え、デフレ脱却に向けて着実に改善を続けているといえる。

係者の間でも、日銀が掲げる物価目標である2%には届かないとの見方が大勢だ。悲観的な見方の底流には、景気が改善しても物価の反応が鈍く、先行きもその改善が見込めないとの予想がある。また、市場関係者を中心に、円安が物価を押し上げる効果がそろそろ一巡するとの見方が根強い。以下では、この2点について検討したい。

## インフレを知らない 若年層の物価予想を どう変えるか

物価上昇率と失業率の間には、

失業率が下がれば物価上昇率が上がるという負の関係（フィリップス曲線と呼ばれる）がある。フィリップス曲線の傾きは、1970〜80年代には大きかったが、次第に小さくなり、2000年以降は傾きがゼロに近くなっている。そのため、日銀や政府が需要を刺激して失業率が下がっても、それが物価上昇に結び付きにくいという現象が起きている。

その背景には、長引くデフレの影響で、企業がライバル企業の動向に細心の注意を払うようになってきていることがある。仮に原価が上がったとしても、ライバルは価格に転嫁しないかもしれない。その

リスクが頭をよぎる。その結果、どの企業も価格転嫁できない。これを打開するには、物価上昇に関する人々の予想を変えることが重要だ。物価が将来上昇すると人々が予想するようになれば、企業は疑心暗鬼に陥ることなく、値上げできるようになるからだ。

つまり予想物価上昇率の上昇は、フィリップス曲線の傾きを大きくし、曲線自体も上方にシフトさせる効果がある。これができればデフレ脱却が可能となる。日銀が家計や企業の物価予想を注視する理由はそこにある。では、実際に人々の物価予想は変化しているのか。内閣府や日銀

などが実施している物価予想に関するアンケート調査の結果を見ると、物価上昇率に関する人々の予想は過去1年間、上昇傾向にある。筆者が渡辺広太氏、ジェス・ダイアモンド氏（一橋大学）と共同で3月末に行った消費者を対象としたアンケート調査でも、回答者1万5500人中の1万1500人（75%）が「物価は将来上昇するだろう」と予想している。

しかしここで注目したいのは、物価上昇を予想する回答者が多いという事実ではなく、4000人が「なお物価予想を変化させていない」という事実である。筆者たちの関心は、このような意見の違いがなぜ生じるのかにある。

アンケートでは、消費者の属性について様々な質問をしている。興味深いのは、新聞やテレビなどのメディアを通じて経済に関する情報を熱心に収集する回答者が、将来物価が上がるという予想する傾向があったことだ。これに対して、経済にあまり関心の

ない回答者は物価上昇を予想しなかった。日銀の政策が人々の物価予想に及ぼす経路を議論する際には、人々が日々の買い物で物価上昇を実感し、その延長線上で将来の物価上昇を予想するという説明を耳にすることが多い。しかし、だとすれば経済への関心の有無で回答が分かれることはないはずだ。つまり今回のアンケート結果は、実生活で物価が上昇したという事実が物価予想を高めるといふ経路（バックワードルッキングな予想形成と呼ばれる）とは別の経路が存在することを示している。

この他、アンケートでは「アベノミクス」や「日銀の物価目標政策」に関する知識についても質問しているが、経済に深い関心を持つ層はこれらの意味をよく知っているのに対し、経済に関心を持たない層はどういう政策か知らない。メディアを通じて日銀のメッセージに耳を傾け、それを理解し信じたい人は物価予想を変化させたことになる。この意味では、物価予想に働き掛けるという日銀の政策は、有効に機能したといえる。

もっとも、日銀のメッセージが全ての人に届いているわけではなく、経済に関心のない層は予想を変えていない。さらに問題は、物



東京大学教授  
**渡辺 努**  
Tsutomu Watanabe

わたなべ つとむ / 1982年東京大学経済学部卒業、日本銀行入行。92年ハーバード大学Ph.D.。一橋大学教授等を経て2011年より現職。13年5月より「東大日次物価指数」の公開を開始、金融市場でも注目を集めている。  
[http://www.cmdlab.co.jp/price\\_u-tokyo/](http://www.cmdlab.co.jp/price_u-tokyo/)

## 東大日次物価指数とは？

- ▶ 日本全国のスーパー約300店舗のPOSデータを基に算出。対象は食料品と日用雑貨で、総務省の「消費者物価指数(CPI)」に対するカバー率は2割
- ▶ 売れ筋商品について精度の高い情報を取得するため、CPIより消費実態に近い
- ▶ ある日の物価を翌々日に公表、タイムリーに情報を提供

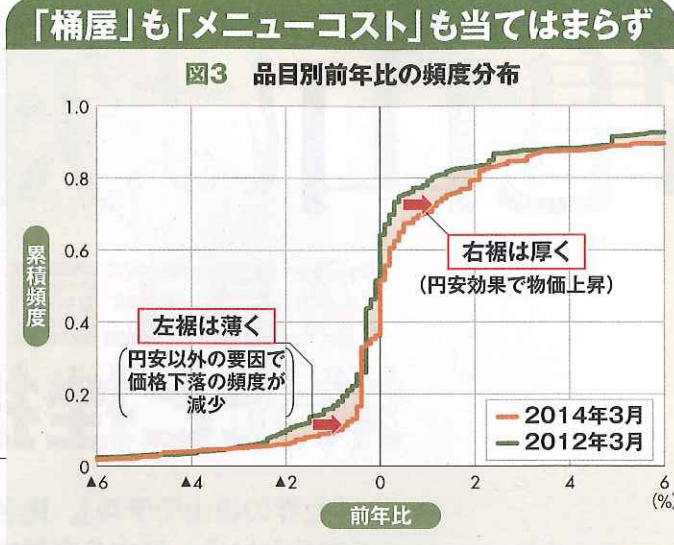
## どちらの指標でも物価は改善

図1 東大指数とCPIの比較

	東大指数 (A)	CPI (対象品のみ) (B)	(B)-(A)	CPI総合 (生鮮食品を除く)
2013年4月 (日銀の異次元緩和開始)	▲1.09	▲0.78	0.31	▲0.4
5月	▲0.90	▲0.66	0.24	0.0
6月	▲0.79	▲0.54	0.25	0.4
7月	▲0.74	▲0.52	0.22	0.7
8月	▲0.64	▲0.20	0.44	0.8
9月	▲0.57	▲0.09	0.48	0.7
10月	▲0.37	0.13	0.50	0.9
11月	▲0.27	0.20	0.47	1.2
12月	▲0.21	0.61	0.82	1.3
2014年1月	▲0.20	0.76	0.96	1.3
2月	▲0.08	0.63	0.71	1.3
3月	▲0.60	0.69	1.29	1.3
4月	0.12	1.15	1.03	1.5

話を円安に戻すと、大幅な円安の結果、輸入関連商品に対する支出が増える一方、それ以外の様々な商品に対する需要は小幅ながら減少する。このとき、これら商品の価格は「桶屋」理論の言うように低下するのか、それともメニューコスト理論が教えるように価格下落は起きないのか。

これを調べる方法として、メニューとボールは、物価指数を構成する品目ごとに価格上昇率を計算し、その頻度分布を見ることを提案した。平常時には価格が上ががる品目と下がる品目がほぼ同数な



ストの理論が正しければ、変化が生じるのは右裾だけであり、右裾の厚みが増すのに引け張られて分布の平均が上昇する。

日本ではどちらが起きたのか。図3は消費者物価の品目別物価上昇率を用いて作成した頻度分布を示している。図の横軸は品目別の物価上昇率（前年同月比）であり、縦軸はそれに対応する累積頻度である。アベノミクス開始前の12年3月を緑線で、最近月（14年3月）を赤線で示している。

例えば緑線で、横軸の5%に対応する縦軸の数値が0.9となつ

ので、頻度分布は対称な形になる。しかし原油価格の上昇や円安が起きると、その直接的な影響を受ける品目（ガソリンやハンドバッグ）では価格が大幅に上がり、頻度分布の右裾が厚くなる。

一方、頻度分布の左半分（価格下落の頻度を示す部分）については、「桶屋」理論が正しければ、その商品で小幅な価格下落が起きるため厚くなる。その結果、分布の右と左の両方で変化が起き、分布の平均は変化しない。これに対してメニューコ

ているのは、前年比が5%以下の品目の割合（品目数ではなく各品目の消費ウエイトの合計値）が9割であることを示している。

まず分布の右裾を見ると、赤線で示した最近月はアベノミクス開始前に比べて右裾の厚みが増していることが分かる。例えば、縦軸の0.9に対応する横軸を読むと、緑線で5%、赤線で6%となっており、1%増加している。

次に分布の左半分を見ると、最近月で左裾が薄くなっているのが分かる。例えば縦軸の0.1に対応する横軸を読むと、緑線で▲2%、赤線で▲1%となっており、マイナス幅が1%縮小している。

右裾の厚さが増しているという結果は、円安が輸入関連商品の価格を上げるという直接効果を示している。意外なのは左裾の変化である。「桶屋」理論が正しければ小幅な価格下落が増え、左裾が厚くなるはずだ。また、メニューコスト理論が正しければ左裾には変化が起きないはずだ。しかし実際に起きてるのはそのどちらでもなく、左裾は薄くなっている。これは、円安以外の要因で価格上昇が生じていることを示唆している。

こうした左裾の変化に関する最も自然な説明は需給の好転だ。アベノミクスにより需要が刺激され

ない。彼の主張には「風が吹けば桶屋が儲かる」的な推論の危うさがある。重要な論点は、ガソリン以外の商品に対する需要が減少するとして、それらの価格がすぐに反応するかどうかである。メニューとボールは94年の論文で、その他の商品の価格の低下はすぐには起こらないと主張した。

彼らによれば、企業が価格を変更するには小さいながらもコストが掛かる。レストランが価格を更新するにはメニューを書き換えなければならぬし、メーカーの場合も製品カタログを刷新する費用が生じる。こうした費用は「メニューコスト」と呼ばれている。

これを原油価格上昇の例に当てはめると、ガソリン生産者の原価は大幅に上がっており、多少のメニューコストが掛かったとしても、ガソリン価格を引き上げる方が明らかに得だ。しかしガソリン価格の上昇に伴って需要の減少するその他の商品は、需要の減少がメニューコストに見合うほどに大きいかもかもしれない。そうした商品の供給者はメニューコストを払うくらいなら価格の引き下げを見送りたいと考えるはずだ。その結果、少なくとも短期的にはフリードマンの「桶屋」理論が成立せず消費者物価は全体として上がる。

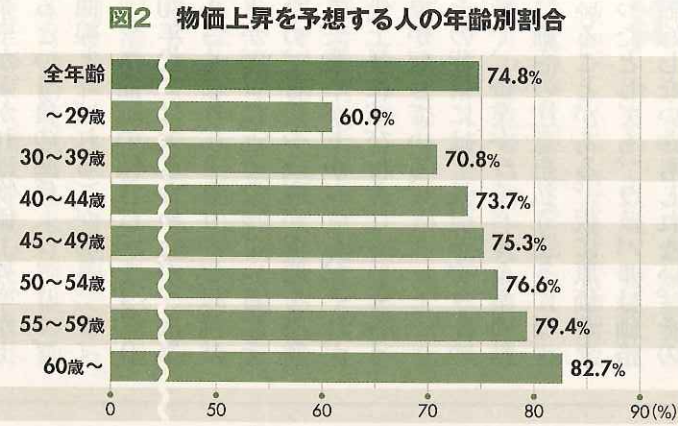
需給が改善し、これまで価格が大幅に下落していた品目で下落幅が縮小する、または価格上昇に転じることが起きたと考えられる。

分布の右裾が厚くなる一方、左裾が薄くなっているという結果は、分布の形状がさほど変わらないまま、右方向に平行移動しているだけと読むこともできる。この平行移動に円安が寄与したのは間違いだが、アベノミクスに伴う需給の改善が円安と同程度、またはそれ以上に寄与したとみるべきだ。

そうした視点に立つと、今後の物価を見通す上で重要なのは円安効果が一巡するか否かではなく、需給の改善がこれまで通り続くか否か、である。



シニア層はインフレを予想



\*2014年3月末に渡辺努氏、渡辺広太氏(明治大学)、ジェス・ダイヤモンド氏(一橋大学)が共同で行った消費者を対象としたアンケート調査による。回答者は1万5500人

次に、円安の物価押し上げ効果が間もなく一巡するとの見方について考えてみよう。過去1年間の物価上昇は主として円安で輸入品の価格が上がったことによるものであり、円安が一服すれば物価上昇も止まるという主張である。

確かに消費者物価の最近の動きを品目別に見ると、輸入物のハンドバッグの価格が大幅に上昇している。ハンドバッグ以外でも輸入食品や輸入原材料を用いる商品の価格は上がっている。それらを全て積み上げれば、円安で物価が押し上げられたという計算になる。

個別の商品価格の変化を地道に積み上げていけば消費者物価の変化が計算できるという発想はインフレの「会計理論」と

呼ばれる。ただし、これはそういう理論が実在するのではなく、そうした発想を素人的と揶揄して、口の悪い経済学者が名付けたものである。

では、「会計理論」のどこが間違っているのか。ミルトン・フリードマンが70年代の原油価格上昇に関連して展開した議論を例に説明しよう。

原油価格が上昇すれば消費者物価の構成品目であるガソリンの価格も上昇する。消費者は当然ガソリン代を節約しようとするが、それも限度があるので、消費者のガソリン支出は増える。すると消費者はそれ以外の様々な支出を削ってガソリン代を捻出しようとする。その結果、ガソリン以外の様々な商品に対する需要が減少し、それら商品の価格は下落する。

フリードマンによれば、ガソリン価格の上昇とそれ以外の商品価格の下落は見合うので、トータルで見れば消費者物価は上昇しない。ガソリン価格の上昇幅は大きいので誰の目にも明らかだ。これに対し、それ以外の商品価格の下落幅は小さく目立たない。「会計理論」はこの目立たない価格変化をすっぱり見過ごしているのである。ただし、フリードマンの主張を全面的に受け入れるわけにもいか

物予想は「世代」によって大きく異なることだ。

図2は、物価が将来上がると予想した回答者の割合を年齢別に示したものだ。シニア層は物価上昇を予想する割合が高いが、若年層では低い。シニア層は70年代の石油危機や戦後間もない時期のハイパーインフレを自らの人生で経験してきており、2%程度のインフレが起る確率が低いことを肌感覚で知っている。

一方、若年層は物価上昇を経験したことがないため、「これからは物価が上がる」と言われても、実

感を持つことができない。若年層の物価予想にどのように働き掛けるかは今後の重要な課題である。

円安効果は限定的  
物価上昇の鍵は  
需給改善の継続

ない。彼の主張には「風が吹けば桶屋が儲かる」的な推論の危うさがある。重要な論点は、ガソリン以外の商品に対する需要が減少するとして、それらの価格がすぐに反応するかどうかである。メニューとボールは94年の論文で、その他の商品の価格の低下はすぐには起こらないと主張した。

彼らによれば、企業が価格を変更するには小さいながらもコストが掛かる。レストランが価格を更新するにはメニューを書き換えなければならぬし、メーカーの場合も製品カタログを刷新する費用が生じる。こうした費用は「メニューコスト」と呼ばれている。

これを原油価格上昇の例に当てはめると、ガソリン生産者の原価は大幅に上がっており、多少のメニューコストが掛かったとしても、ガソリン価格を引き上げる方が明らかに得だ。しかしガソリン価格の上昇に伴って需要の減少するその他の商品は、需要の減少がメニューコストに見合うほどに大きいかもかもしれない。そうした商品の供給者はメニューコストを払うくらいなら価格の引き下げを見送りたいと考えるはずだ。その結果、少なくとも短期的にはフリードマンの「桶屋」理論が成立せず消費者物価は全体として上がる。